

디커플링(decoupling)에 관한 논란

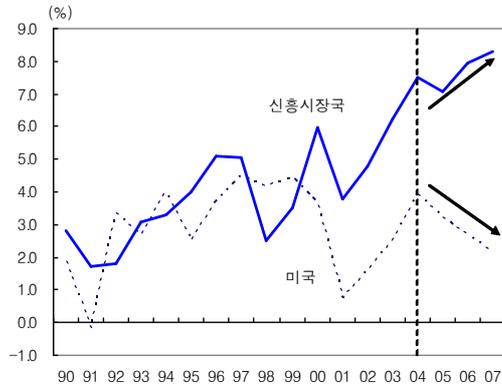
- ◆ 한때 많은 지지를 받았던 디커플링 이론은 2008년 전세계적인 동시불황이 닥치면서 상당부분 퇴색되었으나 금년 하반기 중국을 비롯한 신흥시장국경제가 빠른 속도로 회복되자 다시 부활하는 모습
- ◆ 디커플링 이론의 옹호자들은 신흥시장국의 역내교역 확대, 내수의 중요성 제고, 양호한 재정 상황, 거대 신흥시장국의 지속적 성장 등을 논거로 들고 있으며
회의론자들은 진정한 디커플링이 이루어지려면 신흥시장국이 내수위주의 경제구조로 개편되어야 하는데 이것이 쉽지 않을 것이라는 점을 들고 있음
- ◆ 경기의 동시침체는 일반적인 현상이며 경기회복기의 성장세 차별화는 여러 조건에 따라 달리 나타날 수 있으므로 이를 근거로 디커플링 이론을 평가하는 것은 타당성이 크지 않으며 이보다 중요한 것은 신흥시장국들이 대외의존도를 줄이기 위해 정책적 노력을 지속하는 것임

1. 논란의 배경

□ 디커플링 이론(decoupling theory)*은 2008년에 금융위기가 발생하기 전까지만 하더라도 다수의 전문가들로부터 지지를 얻고 있었음

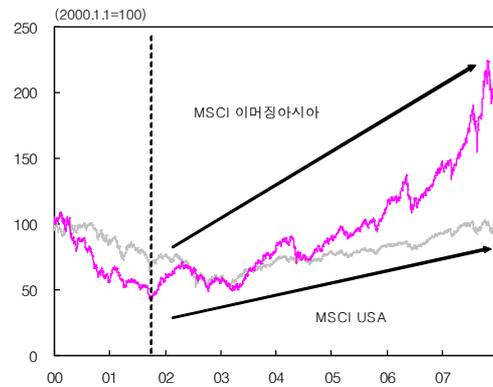
- * 미국을 비롯한 선진국의 경제 성장(혹은 주가)이 정체되더라도 신흥시장국(EM : Emerging Market)의 성장(혹은 주가)은 강세를 보이는 현상. 일부에서는 세계성장의 축이 선진국에서 BRICs 등 신흥시장국으로 이전되고 있는 현상으로도 해석
- 미국경제의 성장률이 2004년 3.9%에서 2007년 2.1%로 둔화된 반면 신흥시장국(IMF 기준)성장률은 같은 기간중 7.5%에서 8.3%로 확대
- 주가(MSCI지수 기준)는 2002년부터 상승속도에서 차이가 나기 시작하여 2002~07년중 미국은 28.2% 상승에 그친 반면 아시아신흥시장국은 243.2% 급등

미국과 신흥시장국¹⁾ GDP 성장률 추이



주 : 1) 아시아, 남미, 동유럽 지역 신흥시장국
 자료 : IMF

미국 및 아시아 신흥시장국 주가추이

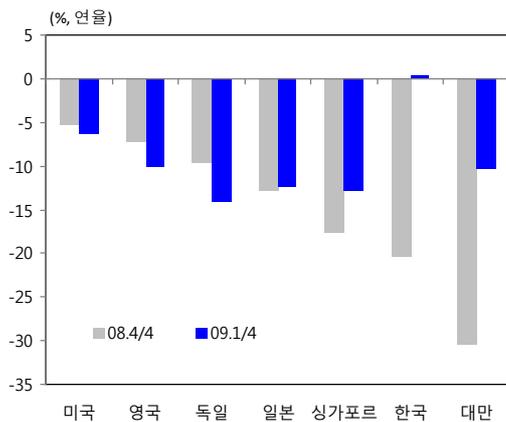


주 : MSCI지수 기준
 자료 : Bloomberg

□ 그러나 2008년 가을 리먼 사태를 계기로 아시아 신흥시장국이 선진국과 동시에 침체국면에 들어서자 디커플링이론이 틀렸다는 주장이 부상(리커플링론, recoupling)

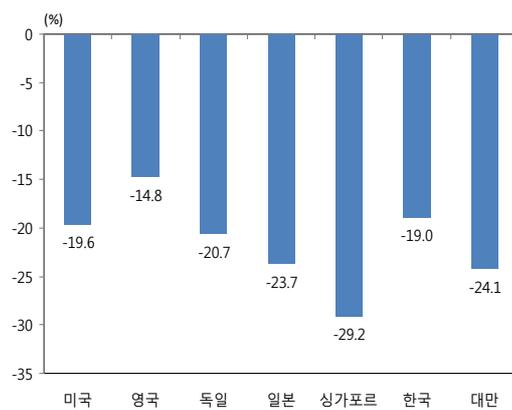
○ 오히려 신흥시장국의 GDP 감소폭과 주가하락률은 선진국에 비해 훨씬 컸음

주요국 GDP 성장률 비교



자료 : Bloomberg

2008.44분기중 주요국 주가하락률



자료 : Bloomberg

□ 그러다 최근 세계경제가 회복기에 들어서면서 신흥시장국의 경기회복세가 선진국에 비해 훨씬 뚜렷해지자 디커플링 이론이 타당하다는 주장이 다시 제기

- 미국과 유로지역은 금년 2/4분기 GDP 성장률(연율기준)이 -0.7%를 기록하여 경기침체가 겨우 멈춘 상황인데 비하여 아시아의 신흥시장국은 10~20%대의 고성장을 기록

- 일부에서는 주요 신흥시장국 경제가 더 빨리 회복되고 있는 최근의 현상을 “새로운 디커플링(decoupling 2.0)”으로 지칭*(Economist, 5/21)

- * 다만 동유럽 국가의 회복세는 미약한 데 비해 아시아 국가들은 빠른 회복세를 보이는 등 신흥시장국내에서도 차별화가 이루어지고 있는 것은 과거의 디커플링 현상과 다른 점

⇒ 디커플링의 찬반론을 정리하고 이를 평가

2. 디커플링을 둘러싼 논란

(옹호론 : decoupling camp)

- 일부 예외적인 경우가 있기도 하지만 디커플링은 구조적으로 정착되어가는 현상

- 신흥시장국의 對선진국 수출비중 저하(역내교역 확대), 내수의 중요성 제고, 양호한 재정 상황, 중국 등 거대 신흥시장국의 지속적 성장 등 디커플링을 가능케 하는 요인은 계속 진행중

- 1971~75년중 아시아 국가는 전체 수출의 21.4%를 미국에 수출했으나 2008년중 동 비율은 14.0%로 하락한 반면

같은 기간중 역내교역비중은 20.0%에서 39.8%로 급등

아시아¹⁾ 수출대상지역 비중 추이

	미국	유럽	일본	아시아역내	기타선진국	기타
1971~75	21.4	10.5	23.2	20.0	12.8	12.0
1986~90	22.3	10.6	15.3	29.8	11.4	10.5
2001-05	18.8	11.9	10.6	38.5	10.3	10.0
2008	14.0	12.4	7.9	39.8	9.3	16.6

주 : 1) IMF 기준 Developing Asia와 홍콩, 한국, 싱가포르 포함
 자료 : IMF Direction of Trade statistics

- 2000~2008년중 아시아 신흥시장국 순수출의 성장기여율이 11%(중간값 기준)로서 선진국에 비해 낮은 것은 이들 국가의 경제성장에서 내수의 중요성이 커지고 있음을 반증*

* Prasad, Eswar(Washington Brookings Institution, 2009), "Rebalancing Growth in Asia"

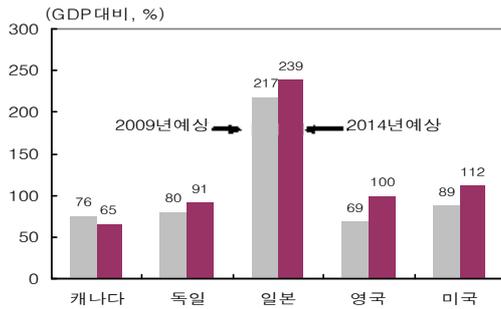
수출 및 내수의 성장기여도 (2000~2008년 평균)

	경제성장률 평균	경제성장 기여도			순수출의 성장기여율	GDP 대비 순수출 비중 (2008)
		소비	투자	순수출		
중국	10.2	4.1	5.0	1.1	10.8	7.9
홍콩	5.0	2.3	1.3	1.7	34.0	12.2
인도네시아	5.2	3.1	1.4	0.4	7.7	9.6
한국	4.9	2.5	1.0	1.4	28.6	4.4
말레이시아	5.1	4.6	0.4	0.1	2.0	13.1
싱가포르	5.5	2.8	1.5	1.5	27.3	20.4
태국	4.8	2.7	1.5	0.5	10.4	15.4
독일	1.4	0.5	0.1	0.9	64.3	6.8
일본	1.5	1.0	0.2	0.5	33.3	4.9
미국	2.3	2.3	0.1	-0.1	-4.3	-3.3

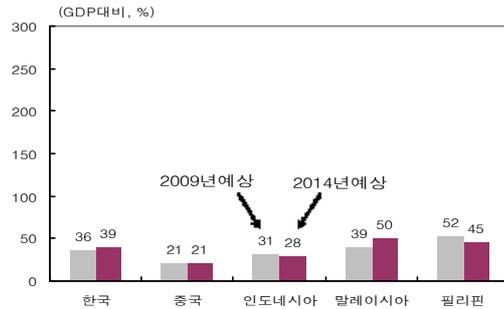
자료 : Peterson Institute for international Economics(2009.10)

- 선진국의 경우에는 높은 정부부채 비율로 인한 시장의 신뢰저하가 고금리구조를 고착화시켜 성장에 걸림돌이 될 우려가 있으나
 신흥시장국은 재정상황이 양호하여 장기적 성장의 토대가 될 것으로 기대

주요국 정부부채 GDP 대비 비율 예상
 <선진국> <아시아 신흥시장국>



자료 : IMF(2009. 7)



자료 : IMF(2009. 7)

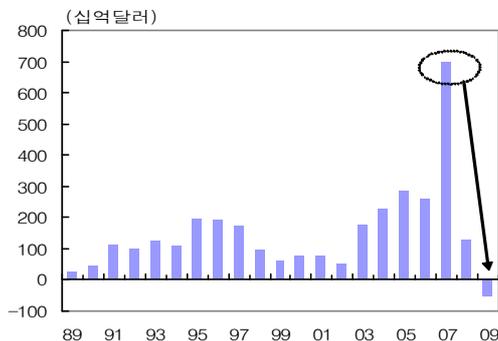
— 향후 중국 경제가 금융위기를 계기로 세계 최대의 경제 대국으로 부상할 시기가 예상보다 빨라질 것이라는 전망이 지배적*

* Goldman Sachs 등 대부분의 분석기관들은 2035년을 전후하여 중국의 GDP 규모가 미국을 앞지를 것으로 예상했으나 금융위기의 영향으로 빠르면 이 시기가 2020년 전후로 앞당겨질 것이라고 분석

□ 디커플링 허구론의 근거가 되었던 2008년 하반기의 동반침체(synchronized downturn)는 선진국 수요둔화에 따른 교역위축의 영향도 있었으나 국제금융시장의 신용경색으로 인한 자금조달의 어려움, 기업의 과잉반응에 따른 재고의 급격한 조정 등에도 상당부분 기인

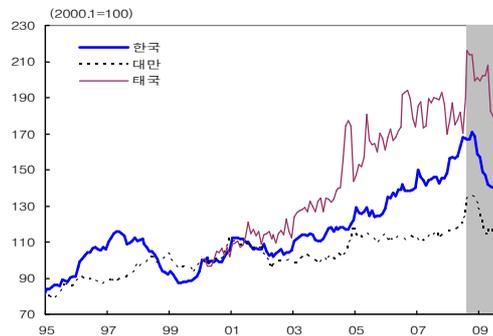
○ 신흥시장국으로의 투자자금 순유입규모는 2007년 사상최고치(7,000억달러)를 기록했으나 2009년에는 오히려 500억달러가 순유출되었으며 기업의 재고 수준도 리먼 사태 이후 급감

신흥시장국에 대한 포트폴리오투자 순유입 추이



자료: Bloomberg

주요 아시아 신흥시장국의 재고수준



자료: CEIC

○ 또한 인플레이션을 우려한 신흥시장국 중앙은행의 금리인상 기조도 내수둔화 요인으로 일부 작용했을 가능성

— 미국은 리먼 사태 직전까지 7차례에 걸쳐 페더럴펀드 목표금리를 3.25%p 인하한 반면 대부분의 아시아 신흥시장국은 정책금리를 인상

리먼사태 직전¹⁾까지 미국과 아시아 신흥시장국 정책금리 변경

	(%p, 회)						
	미국	중국	인도	인도네시아	한국	대만	베트남
변경 폭	-3.25	+0.18	+1.25	+1.00	+0.25	+0.50	+5.75
변경회수	7	1	3	6	1	4	3

주 : 1) 미금리인하 기조 시작일(2007.9.18)부터 리먼사태직전(2008.9.15)
 자료 : Bloomberg

(회의론 : recoupling camp)

□ 세계 각국의 경제적 연계성이 계속 높아지고 있는 상황에서 어느 한 경제권이 다른 경제권의 영향에서 자유로울 수는 없음

○ 1990년대 중반 WTO체제의 출범과 지역간 자유무역협정 활성화로 국가간 무역규모가 급팽창(1980년대 연평균 2.1조달러 → 2000년대 9.8조달러)

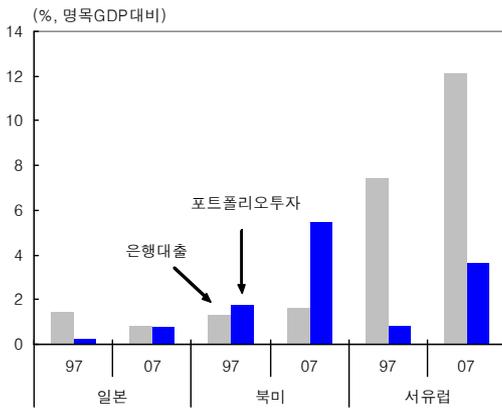
미국과 선진국의 신흥시장국에 대한 연평균 무역규모

	(십억달러, %)		
	1980~1989	1990~1999	2000~2008
전세계	2,118(100.0)	4,559(100.0)	9,773(100.0)
선진국↔선진국	1,237(58.4)	2,644(58.4)	4,571(46.8)
선진국↔신흥시장국	680(32.1)	1,429(31.3)	3,556(36.4)
(미국↔신흥시장국)	194(9.1)	485(10.6)	1,111(11.4)
신흥시장국↔신흥시장국	201(9.5)	486(10.7)	1,646(16.8)

주 : ()안은 전세계에서 차지하는 비중
 자료 : IMF의 Direction of Trade Statistics

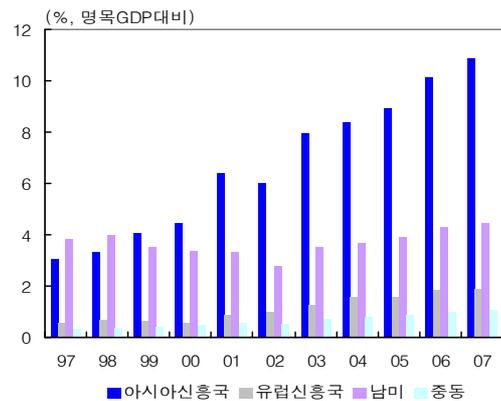
- 선진국은 신흥시장국에 대한 포트폴리오 투자와 대출을 적극 확대하고 신흥시장국도 급증한 외환보유액을 재원으로 對선진국 투자를 확대

선진국의 對신흥시장국 금융 exposure



자료 : IMF(2009.9)

신흥시장국의 對선진국 포트폴리오 투자

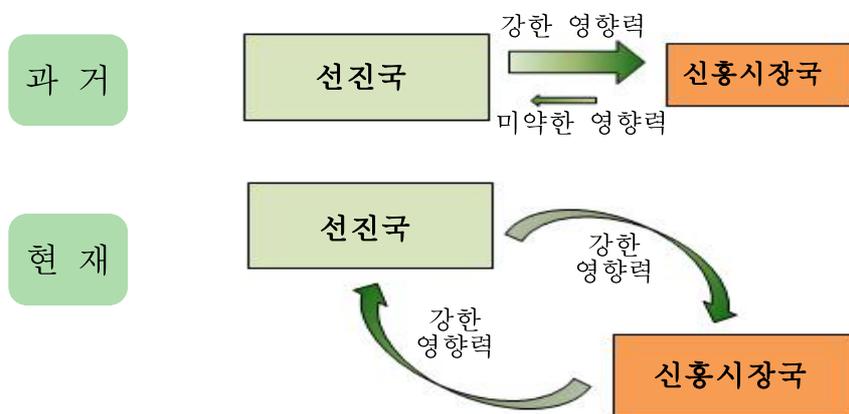


자료 : IMF(2009.4)

- 다만 과거에는 신흥시장국이 선진국을 따라가는 일방향의 coupling 이 주류였다면

지금은 BRICs 등 신흥시장국의 경제규모가 확대되고 위상도 높아짐에 따라 반대로 선진국이 신흥시장국을 따라가기도 하는 순환적 coupling이 새로운 현상으로 나타나고 있음

선진국과 신흥시장국간 coupling 현상 변화



□ 한편 신흥시장국 경제가 디커플링 상태를 유지하기 위해서는

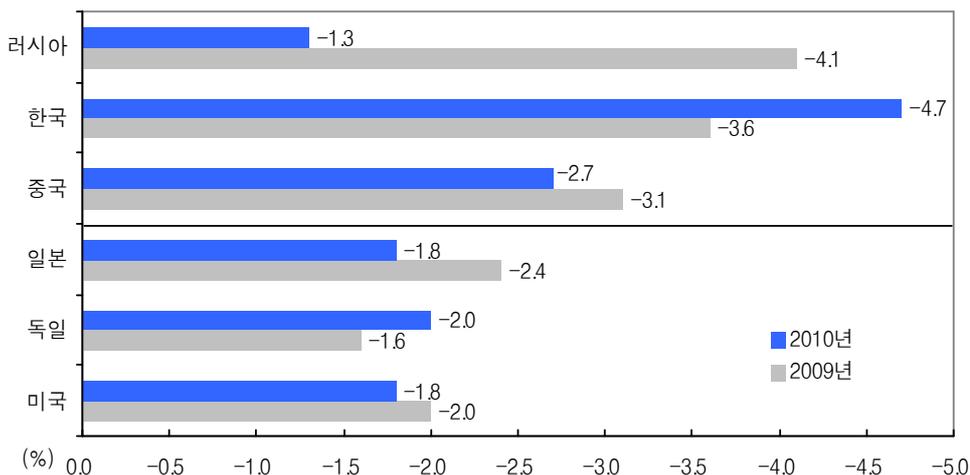
- ① 수출주도형에서 민간소비를 중심으로 하는 내수주도형으로 전환
- ② 사회적 안전망(social safety net)의 확충
- ③ 보다 탄력적인 환율제도의 운용
- ④ 선진적인 경제제도 등 인프라의 구축 등

다양한 측면에서의 구조적인 변화가 요구되나 이는 단기간에 이루어지기 결코 쉽지 않은 과제

○ 또한 최근 디커플링론 부활의 계기가 된 신흥시장국의 높은 성장률만 보더라도 이는 일시적인 경기부양정책의 성과이지 구조적 변화의 결과물이 아님

－ G20 국가를 기준으로 할 때 2009년중 경기부양정책의 對GDP 비중은 신흥시장국(-2.2%)이 선진국(-1.9%)을 상회

금융위기 관련 각국 경기부양책 GDP대비 비중



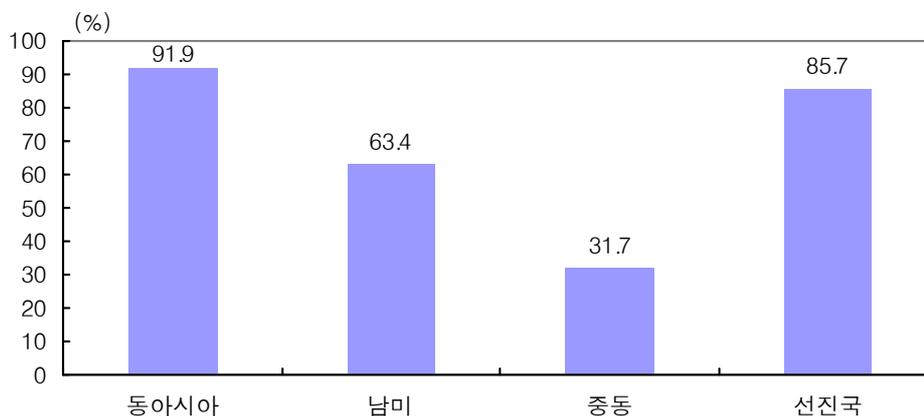
자료: IMF(2009.6)

- 특히 내수확대에 오랜 시간이 소요되는 점을 감안할 때 앞으로도 신흥시장국은 수출에 의존한 성장을 할 수 밖에 없는데

아시아 신흥시장국이 우위를 갖는 중·고급 기술 전자산업은 선진국 수요에 더 의존적*

* Asian Development Outlook(2009), "Enduring the Uncertain Global Environment Part I"

지역별 총 수출액중 제조 상품 비중(2005년 기준)



자료: Peterson Institute for international Economics(2009.10)

- 1980년 이후 아시아에서 발생한 33번의 경기침체(2분기 연속 마이너스 성장)를 분석한 결과 민간소비가 경기회복을 주도한 경우는 9회에 불과하며 나머지는 대체로 수출 주도로 회복*

* Souvik Gupta and Jacques Miniane(ADBI Working Paper, 2009), "Recessions and Recoveries in Asia: What Can the Past Teach Us about the Present Recession?"

3. 논란에 대한 평가

- 선진국 경제의 침체시에는 신흥시장국도 이에 동조하여 경기가 하강하는 모습(Synchronized downturn)을 보여 왔음

1970년대 이후 미국경제의 침체기¹⁾시 아시아 신흥시장국의 성장률 변동폭 (%p)

	1974~75	1980	1982	1991	2001	2008
미국	-6.1	-3.4	-4.5	-2.1	-2.9	-1.7
아시아신흥시장국 ²⁾	-6.8	-0.8	-1.8	0.0	-6.0	-2.8

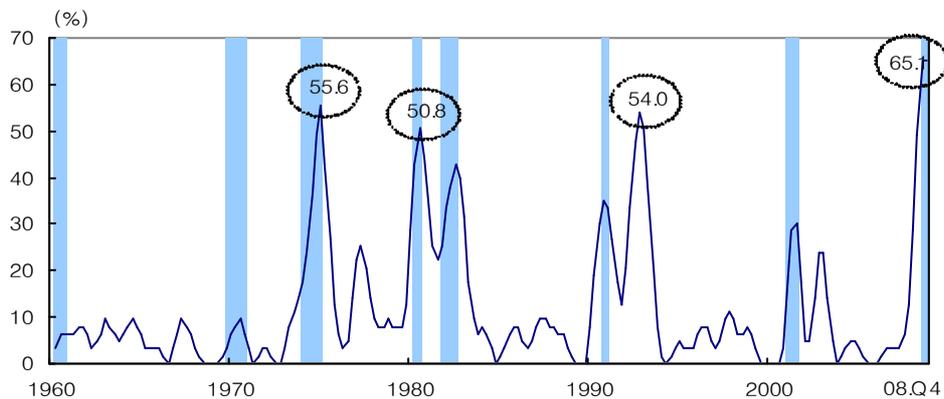
주 : 1) NBER에서는 지정한 미경기 침체기

2) 홍콩, 한국, 싱가포르, 대만, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국의 중간값

자료 : IMF, NBER, CEIC

- 한편 선진국 내에서도 미국의 경기하강기에는 50~60%에 이르는 국가들이 함께 경기침체를 겪는 것으로 나타남

미국경기침체와 선진국간 동조화 정도¹⁾



주: 1) 21개 선진국중 경기침체 발생 비중 2) 음영은 미경기침체기

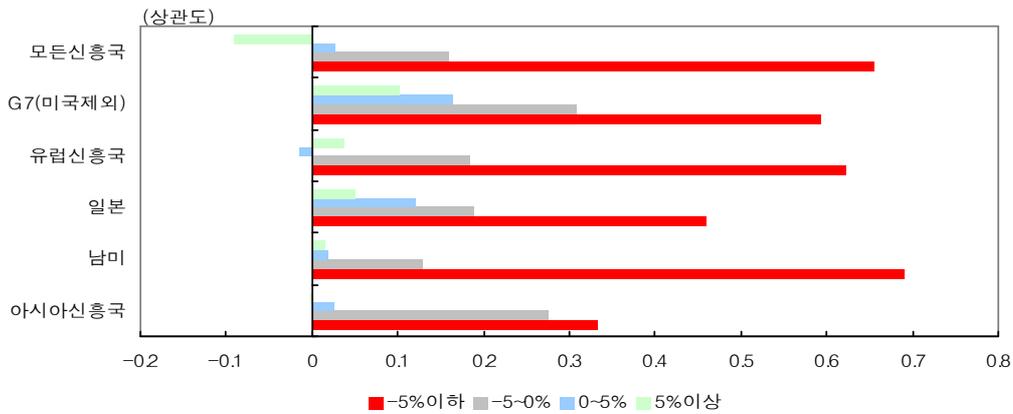
자료: IMF(2009.4)

- 이러한 현상은 특히 금융위기의 발생시 현저히 나타나는데 이는 실물부문보다 글로벌화가 더 많이 진전되어 있는 금융시장을 통해 부정적 과급효과(negative spillover effect)가 빠른 속도로 작용하기 때문

- 신흥시장국에 유입되어 있는 선진국 자금의 회수(deleveraging), 심리적 불안감 등으로 주가는 동시하락*

* 미국주가가 5%이상 상승시에는 전세계 주가간 상관도가 0.2 미만으로 낮으나 5% 이상 하락시에는 0.5 이상으로 급등

주가 변동에 따른 미국과 전세계 주가 상관도



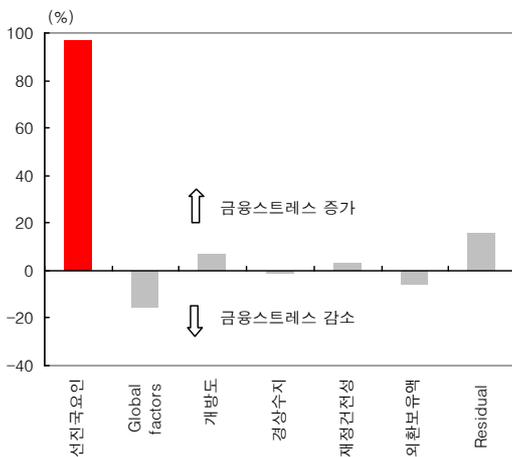
주: 1994~2006년 기준
 자료: IMF(2009.4)

○ 국제적 자금흐름이 일시에 경색되면서 외국자본에 의존하고 있는
 신흥시장국 기업들의 자금사정이 크게 악화(유동성 위기)

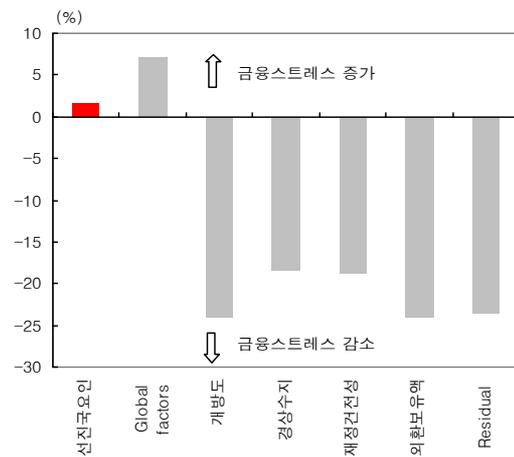
→ 금융위기사 신흥시장국이 받는 금융스트레스의 96%가 선진국에서
 비롯

신흥시장국 금융스트레스 수준에 대한 요인별 기여율 (1997~2008년중)

<금융위기시기>



<정상시기>



주 : 1) Global factors는 세계GDP성장률, 상품가격 등, 개방도는 무역 및 금융개방도
 2) 1998년(LTCM파산), 2000년(IT버블 붕괴), 2002년(엔론사태), 2008년(리만사태)
 자료 : IMF(2009.4)

□ 한편 경기가 저점을 통과한 후 회복의 시기와 속도는 ① 경기부양책의 강도 ② 금융시스템의 부실화 정도 ③ 경기회복을 선도할 중심국가(locomotive)의 존재 여부 ④ 국제원자재가격의 동향 등에 따라 달라질 수 있음

○ 이번 회복기에는 여러 가지 면에서 신흥시장국이 유리한 입지*에 있기 때문에 차별화된 회복세가 나타난 것으로 평가

* 상대적으로 건전한 재정상황에 힘입어 과감한 부양책 실시, 서브프라임 모기지에 덜 노출됨으로써 금융기관의 건전성 유지, 미국이 세계적 불황의 중심에 있는 반면 중국이 고성장세를 유지함으로써 신흥시장국의 경제활성화에 기여, 국제원자재가격 상승으로 러시아, 브라질 등이 상대적으로 유리

○ 그러나 이러한 조건이 언제나 충족될 수 있는 것은 아니며 경우에 따라서는 회복기에도 신흥시장국에 불리한 상황이 전개될 수도 있음

◆ 경기의 동시침체는 일반적으로 일어나는 현상이므로 이를 근거로 “디커플링은 허상(decoupling is myth)”이라고 주장하는 것은 무리가 있으며

경기회복기의 차별화 현상은 여러 조건에 따라 얼마든지 달라질 수 있기 때문에 이를 근거로 “디커플링은 현실(decoupling is real)”이라고 주장하는 것도 논거가 약함

⇒ 세계경제의 연계성이 계속 높아져 가는 상황에서 경제권간의 단절을 뜻하는 엄격한 의미에서의 디커플링은 가능하지 않으며

다만 이보다 중요한 것은 신흥시장국들이 대외여건 변화에 따라 경기의 진폭이 커지는 문제점을 완화하기 위한 정책적 노력을 지속하는 것